

存款成本控制良好， 商贷通促零售业务增长

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

- 2009年公司实现利息净收入约322亿元，同比增6.1%；非息净收入增长111%，达到98.2亿元；实现净利润121亿元，同比增长55%，全面摊薄EPS为0.54元。
- 尽管09年净息差出现显著下降，但是公司的利息净收入仍实现增长，这主要得益于利息收入下降的幅度小于利息支出。
- 09年非息净收入增长111.8%，达到98.2亿元。其中出售所持海通股权获得49.95亿元，为非息收入骤增的主要原因
- 公司针对小微企业主及个体工商户推出了“商贷通”贷款业务并取得良好的开端，带动了本公司零售贷款高速增长。09年公司的商贷通大幅增长5.75倍，余额达到440亿元，占零售贷款比重由上年的6%提升至27%。商贷通的快速增长也将零售贷款在全部贷款余额中的比重由16.5%提升至18.6%。
- 在利率下降的宏观背景下，为了控制付息成本，公司积极拓展低成本的活期存款，压缩高成本的协议存款，活期存款比重由年初的41.89%提升至年末的48.61%。
- 公司的人民币贷存比达到76.8%，虽然相比09年中期有显著回落，但是仍高于75%的监管要求，加大了今年上半年的吸储压力。
- 公司的业绩呈现出逐季好转的态势，利息净收入同比、环比均保持增长，自09年2季度起，单季度净息差逐季反弹。
- 预计公司10/11/12年分别实现利息净收入441/564/631亿元，年均复合增长25%；实现净利润139.8/172.2/180亿元，EPS为0.63/0.77/0.81元，年均增长14.5%。
- 按当前7.15元的股价计算，10/11/12年动态PE为11.4x/9.3x/8.8x，PB分别为1.6x/1.4x/1.2x，给予谨慎推荐评级。

主要财务指标

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	34747	41451	50011	63128	70814
增长%	37.79%	19.29%	20.65%	26.23%	12.17%
净利润(百万元)	7885	12104	13984	17216	18003
增长%	13.85%	49.28%	16.00%	23.12%	4.57%
摊薄EPS(元)	0.42	0.54	0.63	0.77	0.81
PE	17.1	13.2	11.4	9.2	8.8
PB	2.5	1.8	1.6	1.4	1.4

资料来源：中国银河证券研究所

分析师

叶云燕，CFA

✉: yeyunyan@chinastock.com.cn

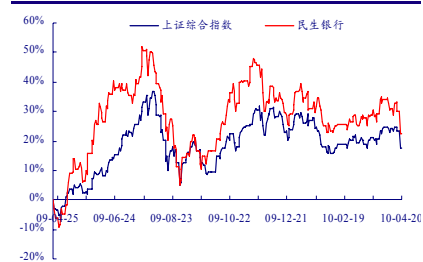
☎: (8610) 6656 8028

执业证书编号: S0130207091555

市场数据 时间 2010.4.21

A股收盘价(元)	7.15
A股一年内最高价(元)	8.87
A股一年内最低价(元)	5.28
上证指数	3,033.28
市净率	1.81
总股本(万股)	2226228
实际流通A股(万股)	1882300
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	1345.84

相对上证指数



资料来源：中国银河证券研究所

相关研究

- 1.《盈利确定性增长，等待估值修复——2010年银行业投资策略报告》，09.12.31

一、利息净收入小幅增长，源于利息支出降幅超利息收入

尽管 09 年净息差有显著的下降，但是公司的利息净收入仍实现 6.1% 的小幅增长。这主要得益于利息收入下降的幅度小于利息支出。

(一) 贷款增长抵消收益率下降，利息收入小幅减少 5.1%

受上一轮降息周期的不利影响，公司的生息资产收益率出现普遍的显著回落。贷款收益率降幅达 220bp，拆放及存放同业资产和买入返售金融资产收益率则分别下降 190bp 和 310bp。尽管债券投资和存放央行的收益率基本保持稳定（二者均小幅下降 18bp），生息资产收益率降幅仍达到 155bp。

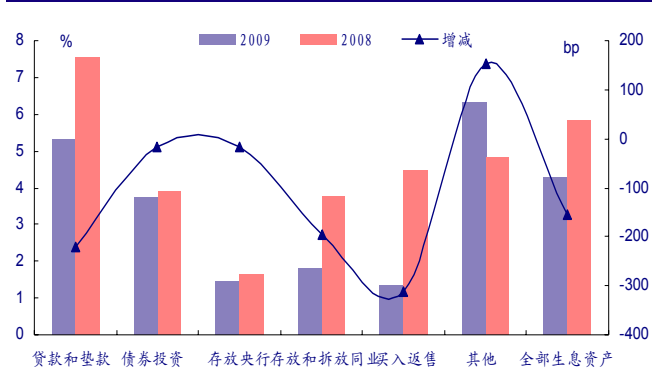
收益率的下降对公司的经营带来显著压力。但是公司采取积极做大贷款规模的策略，有效冲抵了收益率大幅下降带来负面影响。09 年日均贷款余额同比增长 37.4%，生息资产日均余额增长了 29%。规模的增长贡献利息收入增加 191 亿元，大部抵消了收益率下降所造成的 220 亿元降幅。利息收入同比仅减少 28.7 亿元，降幅 5.1%。

(二) 存款结构调整，促利息支出下降

在扩大贷款规模同时，公司还对存款结构进行了更有利的调整，以降低付息成本。这主要体现在存款的活期/定期比上升。09 年末，活期存款比重同比提高了近 7 个百分点，达到 48.6%。尤其在对公存款比重由上年的 33.4% 上升至 44.1%。而对个人存款的则构成保持稳定。但是由于对公存款占比高达 82.8%，其定期/活期比的变化造成显著影响。

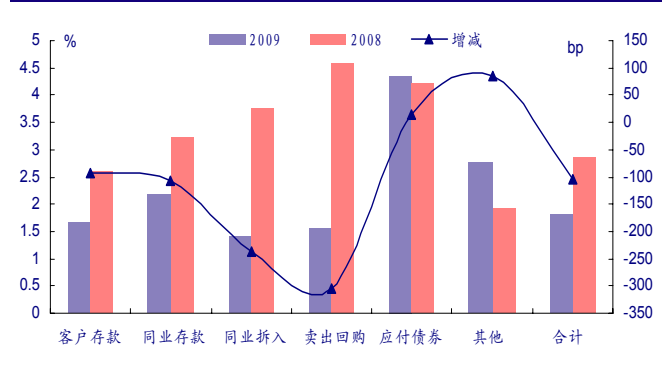
活期存款比重的提升，显著降低了付息成本。09 年存款利息支出同比减少了 23.68 亿元。全部计息负债的利息支出约 212 亿元，同比减少了 47.3 亿，幅度为 18.24%。

图 1：主要生息资产收益率及增减变动



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

图 2：主要计息负债成本率及增减变动



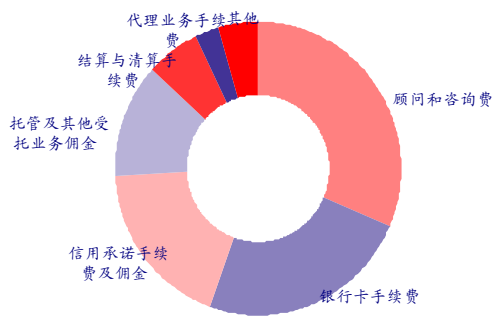
资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

二、海通股权套现，贡献非息净收入倍增

09年公司非息净收入增长111.8%，达到98.2亿元。其中出售所持海通股权获得49.95亿元，为非息收入骤增的主要原因。

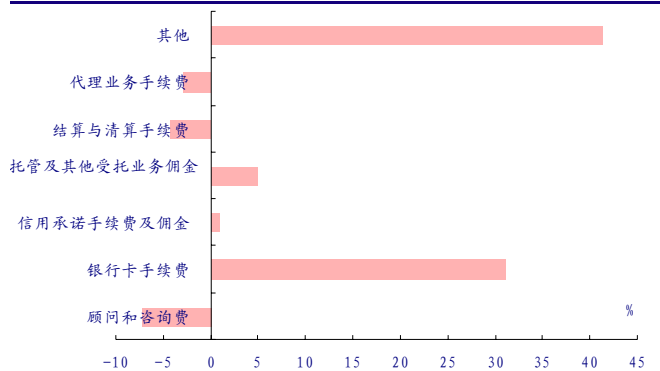
手续费及佣金净收入仅小幅增加4.6%至46.64亿元，与已公布年报的同行相比增速偏低。分析其中构成，发现仅有银行卡手续费收入显著增长，增幅为31%，而其他业务均乏善可陈。尤其占比最高的顾问及咨询费，同比还小幅减少7.3%。公司表示2010年中间业务将会有比较好的表现，我们对此表示期待。

图3：手续费及佣金收入构成



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

图4：09年各项手续费及佣金收入增长情况



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

三、资产负债结构利于息差回升

(一) 商贷通业务扩张，拉动零售贷款增长

09年公司针对小微企业主及个体工商户推出了“商贷通”贷款业务，开局良好并形成快速增长的势头。截至09年末，商贷通贷款余额达到448亿元，占全部零售贷款余额的27.3%，客户累计达3万余户，且资产质量优良。由于商贷通业务的开展和增长，零售贷款占公司贷款余额比重由上年的16.5%显著提升至18.6%。

公司对于商贷通业务寄予厚望，09年仅在华东沿海10家重点分行开展，计划在2010年全面铺开推广。由于该项业务具有较高的定价能力，利率普遍上浮，将对提高公司资产收益率和盈利能力产生显著贡献。商贷通业务的推广和扩张，有望为公司开辟一条发展的“蓝海”。

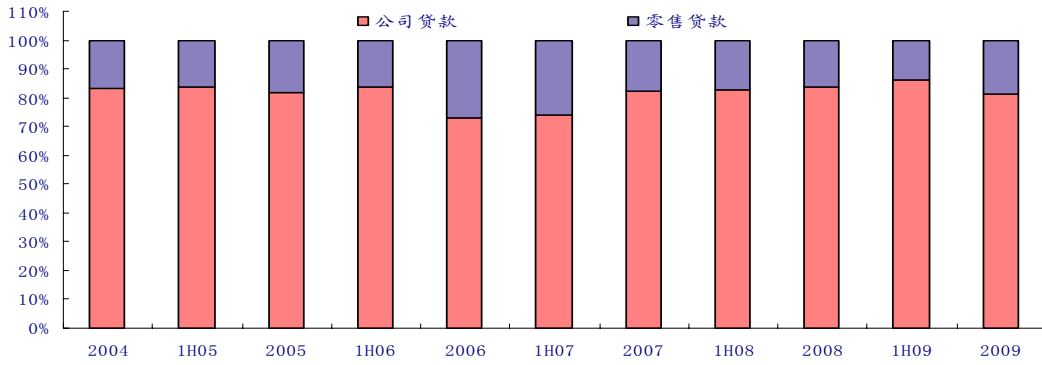
随着零售贷款份额的增长，公司贷款比重相应的下降了2个百分点。从行业分布上看，对制造业、房地产业、和电力行业的贷款比重均下降约2个百分点。对其他行业则各有增减。

(二) 存款活期化将利于今年一季度息差反弹

在利率下降的宏观背景下，为了控制付息成本，公司积极拓展低成本的活期存款，压缩高成本的协议存款。截至年末，对公存款中，活期存款4974亿元，占比提升6.5个百分点至44.1%。全部存款中，活期存款比重由年初的41.89%提升至年末的48.61%。

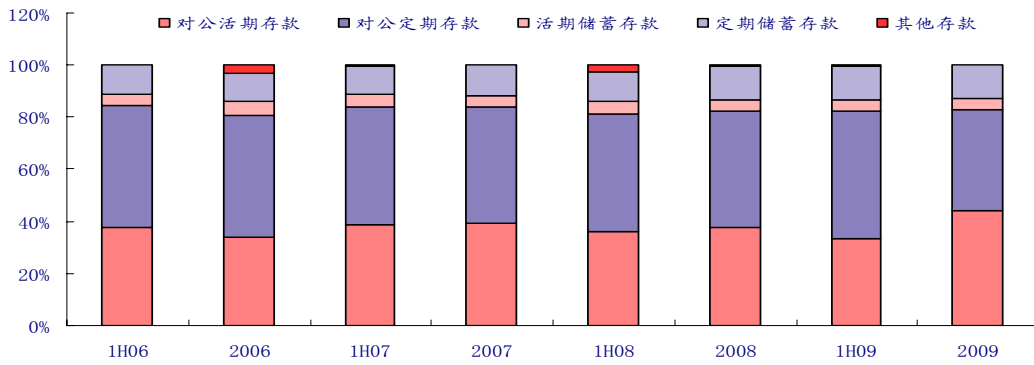
存款活期化利于降低公司的利息支出，提高净息差。且这一影响有望在2010年1季度乃至更长的时间反映。

图 5: 零售贷款比重获的提升



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

图 6: 各类存款比重

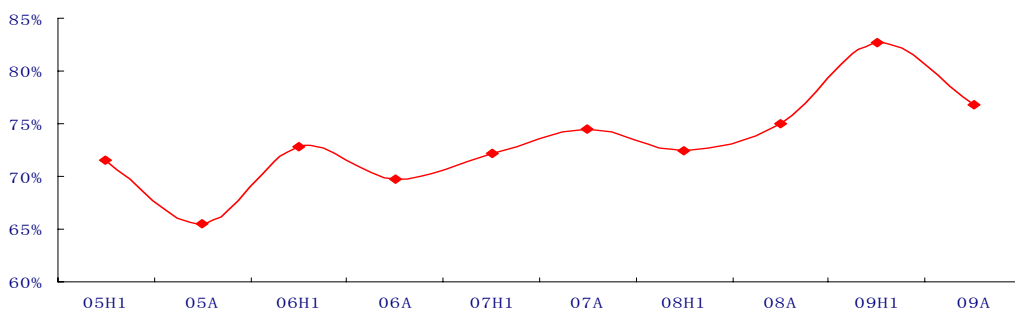


资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

(三) 存贷比超 75%

09年末, 公司的人民币贷存比达到 76.8%, 虽然相比 09 年中期有显著回落, 但是仍高于 75% 的监管要求。公司需要通过增加存款、放缓贷款将贷存比压至监管线以下。此外, 其外币贷存比达到 85.95%, 略高于 85% 的监管线。

图 7: 贷存比高企



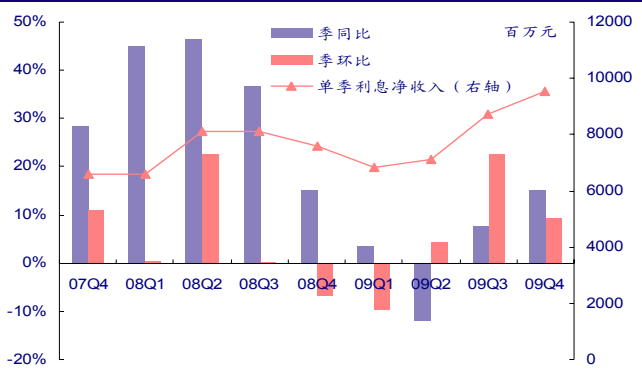
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

四、单季度业绩持续好转

从单季度数据看，公司的业绩表现则呈现出逐季好转的态势。主要体现在：（1）利息净收入同比、环比均保持增长，4 季度利息净收入同比增长 15.2%，环比增长 9.27%；（2）自 09 年 2 季度起，单季度净息差逐季反弹，3-4 季度相比 2 季度累计反弹幅度高达 51bp。

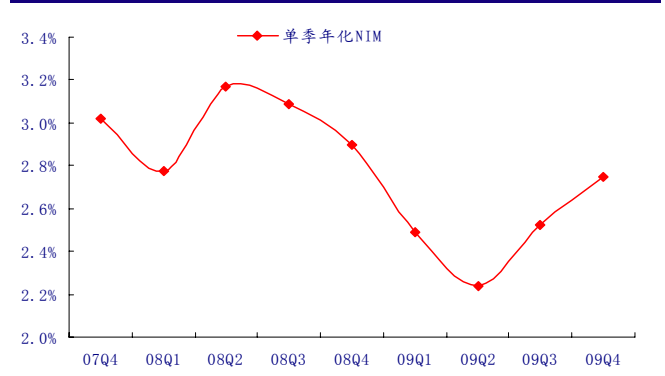
我们认为，这种逐季回升的趋势将持续：（1）贷款的去票据化、存款活期化所产生的效应，仍将在今年前 2 个季度产生作用，因此单季度净息差仍将延续反弹；（2）贷款规模仍保持增长。

图 8：单季利息净收入逐季提升



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

图 9：单季 NIM 反弹



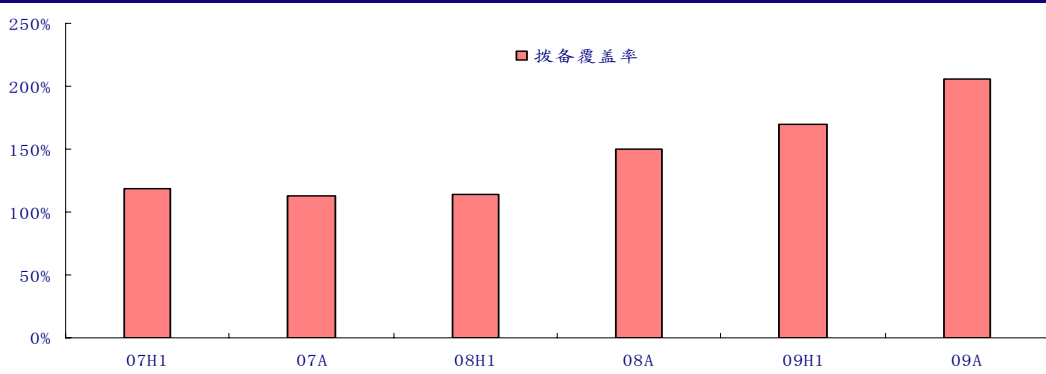
资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

五、资产质量稳定，信贷成本下降

09 年公司不良贷款余额 73.97 亿元，不良率为 0.84%，同比降低 0.36 个百分点。正常类贷款和关注类贷款迁徙率大幅下降，分别仅有 1.37%和 9.38%。而次级类与可疑类贷款迁徙率则大幅高。公司资产质量稳定，未来不良贷款计提压力较小。

年末公司不良拨备余额 152.4 亿元，覆盖率达到 206%，比上年大幅提高 50 多个百分点。全年信贷成本为 0.63%，同比下降 0.31 个百分点。

图 10：不良拨备覆盖率显著提高



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

表 1: 各类贷款迁徙率

项 目	2009 年	2008 年	2007 年
正常类贷款迁徙率	1.37%	3.48%	1.23%
关注类贷款迁徙率	9.38%	16.47%	26.96%
次级类贷款迁徙率	82.19%	28.30%	64.47%
可疑类贷款迁徙率	53.01%	39.22%	34.98%

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

六、盈利预测及投资建议

预计公司 10/11/12 年分别实现利息净收入 441/564/631 亿元, 年均复合增长 25%; 实现净利润 139.8/172.2/180 亿元, EPS 为 0.63/0.77/0.81 元, 年均增长 14.5%。

按当前 7.15 元的股价计算, 10/11/12 年动态 PE 为 11.4x/9.3x/8.8x, PB 分别为 1.6x/1.4x/1.2x, 给予谨慎推荐评级。

公司财务报表预测

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	每股指标及估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利息净收入	30380	32240	44103	56372	63437	EPS	0.42	0.54	0.63	0.77	0.82
非息净收入	4367	9211	5908	6757	7736	每股拨备前利润	0.90	0.94	1.12	1.41	1.58
营业收入	34747	41451	50011	63128	71173	DVPS	0.08	0.05	0.09	0.12	0.12
营业支出	17817	20539	25041	31710	35978	BVPS	2.86	3.95	4.51	5.27	6.09
拨备前利润	16930	20912	24970	31418	35195	P/E	17.07	13.15	11.38	9.25	8.77
拨备	6518	5307	6809	9060	11626	P/PPOP	7.95	7.61	6.37	5.07	4.52
税前利润	10488	15656	18160	22359	23569	P/B	2.50	1.81	1.58	1.36	1.17
净利润	7885	12104	13984	17216	18148	股息收益率	1.12%	0.70%	1.32%	1.62%	1.71%
资产负债表						杜邦分析					
资产总额	1054350	1426392	1734490	2142497	2578311	净利息收入	2.88%	2.26%	2.54%	2.63%	2.46%
贷款	646475	867738	1038525	1221188	1385605	非净利息收入	0.41%	0.65%	0.34%	0.32%	0.30%
其他生息资产	385593	517283	653389	870100	1132279	营业收入	3.30%	2.91%	2.88%	2.95%	2.76%
其他资产	22282	41371	42576	51210	60427	营业支出	1.69%	1.44%	1.44%	1.48%	1.40%
负债总额	999678	1337498	1633195	2024353	2441967	拨备前利润	1.69%	1.56%	1.53%	1.55%	1.44%
存款	785786	1127938	1409923	1776502	2167333	拨备	0.62%	0.37%	0.39%	0.42%	0.45%
其他计息负债	194247	175377	190609	207364	225795	税前利润	0.99%	1.10%	1.05%	1.04%	0.91%
其他负债	19645	34183	32664	40487	48839	税收	0.25%	0.25%	0.24%	0.24%	0.21%
股东权益	53880	88034	100435	117285	135484	ROA	0.75%	0.85%	0.81%	0.80%	0.70%
盈利能力						权益倍数					
生息资产收益率	5.76%	4.38%	4.67%	4.94%	4.77%	ROE	14.63%	13.75%	13.92%	14.68%	13.39%
计息负债成本率	2.83%	1.86%	1.97%	2.14%	2.20%	资产负债比例					
净利差	2.94%	2.52%	2.70%	2.80%	2.57%	生息资产/总资产	99.0%	98.0%	98.8%	99.0%	99.2%
净息差	3.11%	2.64%	2.84%	2.94%	2.71%	贷款/生息资产	61.9%	62.1%	60.6%	57.6%	54.2%
贷款收益率	7.44%	5.70%	6.06%	6.22%	6.33%	债券/生息资产	12.8%	11.2%	13.2%	15.5%	18.6%
存款成本率	2.35%	1.42%	1.65%	1.82%	1.94%	同业资产/生息资产	6.4%	9.6%	12.2%	12.1%	12.1%
存贷利差	5.10%	4.28%	4.41%	4.40%	4.39%	计息负债/总负债	98.0%	97.4%	98.0%	98.0%	98.0%
成本收入比	51.28%	49.55%	50.07%	50.23%	50.55%	存款/计息负债	80.2%	86.5%	88.1%	89.5%	90.6%
增长率						资本充足率					
生息资产	14.6%	33.9%	22.5%	23.8%	20.6%	核心资本充足率	9.22%	10.83%	11.63%	10.92%	10.10%
贷款	18.1%	34.2%	19.7%	17.6%	13.5%	资本充足率	6.60%	8.93%	9.67%	9.28%	8.74%
债券	-14.6%	17.0%	45.0%	45.0%	44.8%	加权风险资产系数	0.73	0.65	0.60	0.58	0.58
总资产	14.6%	35.3%	21.6%	23.5%	20.3%	资产质量					
计息负债	14.6%	33.0%	22.8%	24.0%	20.6%	不良贷款余额	7921	7397	12909	17910	23612
存款	17.1%	43.5%	25.0%	26.0%	22.0%	不良贷款/贷款	1.20%	0.84%	1.22%	1.43%	1.66%
利息净收入	34.5%	6.1%	36.8%	27.8%	12.5%	拨备余额/不良贷款	150.0%	206.0%	163.1%	162.5%	168.3%
非息净收入	65.6%	110.9%	-35.9%	14.4%	14.5%	当年拨备/不良贷款	71.8%	15.3%	45.0%	45.0%	45.0%
营业收入	37.8%	19.3%	20.7%	26.2%	12.7%	信用风险成本	0.94%	0.63%	0.60%	0.70%	0.79%
营业支出	29.6%	15.3%	21.9%	26.6%	13.5%						
拨备前利润	47.7%	23.5%	19.4%	25.8%	12.0%						
净利润	24.5%	53.5%	15.5%	23.1%	5.4%						

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银行业分析师覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908